安信证券 ESSENCE SECURITIES

2020 年 07 月 28 日

行业深度分析

证券研究报告

计算机

SaaS，计算机中的消费股

- **新冠疫情推动线下办公线上化，加速云计算发展。**短期来看，新冠疫情引爆云计算需求，例如 Zoom、Teams、腾讯会议、金山文档等使用量均大幅度增长；中长期来看，新冠疫情完成了云计算的市场教育，大幅节约了企业营销成本，也能提升云计算公司货币化的能力；同时，部分消费支出向云计算倾斜使得云计算更有消费属性，由于新冠疫情的特殊性和持续性，可能在世界范围内对社会习惯、社会文化产生巨大改变，使得云计算的 TAM（最大可达市场）大幅提高，同时也为云计算赋予了更强的消费属性。

- **SaaS 在海外成熟市场表现亮眼。**从市场表现看，年初至今，我们跟踪的约 70 只美国 SaaS 股票 YTD 收益中位数为 38%，显著高于整体市场；从业绩表现看，绝大多数 SaaS 公司的业绩超过了市场预期，超预期比例的中位数为 2.15%；从估值水平看，SaaS 公司的估值溢价已经超过疫情前的水平，超过九成的 SaaS 公司的估值溢价有提升，这意味着市场正在给予 SaaS 公司更高的估值。

- **SaaS 是计算机中的消费股。**参考消费股，我们发现，SaaS 和消费类企业的用户粘性都很强，造就了较宽的护城河；两类企业收入可复现程度都很高，且都拥有充沛的经营性现金流。此外，两者长期来看都存在财务指标边际改善的逻辑：消费公司的运营利润率等指标稳步上升，这与规模效应、品牌等诸多因素有关。SaaS 公司也存在同样的情况，跨过盈亏平衡点后运营利润率不断提升。

- **投资建议：**中国作为世界上排名第二的经济体，SaaS 产业孕育着巨大的潜能。正如我们在此前周观点《“宅经济”变为“云经济”》中提到的，新冠疫情是国内 SaaS 产业发展的重大拐点，未来有望更上一层楼！我们认为，SaaS 就是计算机中的消费股，持续推荐国内 SaaS 龙头企业：金山办公、广联达、用友网络、恒生电子、石基信息、金蝶国际等。

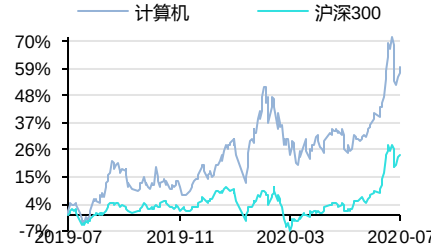
- **风险提示：**行业发展不及预期；市场竞争加剧。

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票		目标价	评级
688111	金山办公		买入-A
002410	广联达		买入-A
600588	用友网络		买入-A
600570	恒生电子		买入-A
002153	石基信息		买入-A
00268	金蝶国际		买入-A

行业表现



数据来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.50	-11.55	-27.98
绝对收益	14.42	11.24	-3.31

胡又文 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

黄净 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519100003
huangjing2@essence.com.cn

徐文杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070001
xuwj@essence.com.cn
010-83321050

相关报告

行业信创新里程碑——移动首次进行国产数据库大规模集采 2020-07-19

进击的特斯拉：软件定义汽车之王 2020-07-19

ChinaJoy 开幕在即，有望点燃 5G 应用行情 2020-07-19

国产化一小步，商业化一大步 ——重塑中国数字底座系列报告之中间件篇 2020-07-12

中期策略三大主线全线领涨，中芯国际上市在即点燃硬科技行情 2020-07-11

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

1. 新冠疫情加速云计算行业发展 4
1.1. 新冠疫情引爆云计算需求 4
1.2. 新冠疫情成为助推云计算发展的加速器 6
1.3. 部分消费支出向云计算转移 6
2. SaaS 在成熟市场一骑绝尘 7
2.1. 从市场表现看，SaaS 公司收益亮眼 7
2.2. 绝大多数 SaaS 公司的业绩持续超预期 8
2.3. SaaS 公司的估值溢价持续提升 9
3. SaaS 是计算机中的消费股 10
3.1. SaaS 企业和消费类企业拥有众多的相似点 10
3.2. 国内 SaaS 企业财务指标出现拐点，未来有望更上一层楼 13
4. 投资建议 15
4.1. 金山办公：稀缺产品型标的，云上有金山 15
4.2. 广联达：造价云转型高歌猛进，施工“平台+组件”业态渐入佳境 16
4.3. 用友网络：软件国产化+转云带来新增市场空间 16
4.4. 恒生电子：全面推进金融云，市场开放带来可期增量 17
4.5. 石基信息：全面布局海外+云化战略，成果持续显现 17
4.6. 金蝶国际：转型领先的云计算企业 18

图表目录

图 1：iOS 免费榜（疫情发生前） 4
图 2：iOS 免费榜（疫情发生后） 4
图 3：远程办公 APP DAU 增速明显 4
图 4：新冠疫情爆发后，部分互联网企业复工时间 5
图 5：微软 Teams 界面 6
图 6：谷歌 Meets 界面 6
图 7：Twitter 允许雇员永久远程办公 7
图 8：美国 SaaS 股票与大盘走势对比 8
图 9：美国 SaaS 股票年初至今收益情况 8
图 10：美股 SaaS 公司收入超预期情况 9
图 11：SaaS 公司相比于指数估值溢价提升情况 9
图 12：美股 SaaS 公司收入 QoQ 增速大于 0 10
图 13：美股 SaaS 公司经营性现金流情况 11
图 14：SaaS 与消费龙头都存在财务指标边际改善 12
图 15：Autodesk 对其客户组成有着明确的认知 12
图 16：部分公司到达 1 亿美元 ARR 所花费的时间 13
图 17：海外部分云公司收入情况（百万美元） 13
图 18：海外部分云公司预收情况（百万美元） 13
图 19：海外部分云公司经营性现金流情况（百万美元） 14
图 20：海外部分云公司净利润情况（百万美元） 14
图 21：国内部分云公司收入规模（百万元人民币） 14
图 22：国内部分云公司预收规模（百万元人民币） 14
图 23：国内部分云公司经营性现金流规模（百万元人民币） 15

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 24：国内部分云公司归母净利润规模（百万元人民币）..... 15

未找到图形项目表。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 新冠疫情加速云计算行业发展

1.1. 新冠疫情引爆云计算需求

受新冠疫情影响，远程办公模式全面开启。受新冠疫情影响最大的行业毫无疑问当属远程办公，大量企业开启远程办公模式，相关 App 下载量激增，钉钉/企业微信/腾讯会议快速攀升至 App 排行榜前三位。同时，远程办公导致服务器需求暴涨。根据搜狐报道，从 1 月 29 日到 2 月初，腾讯会议每天都在进行资源扩容，日均扩容云主机接近 1.5 万台，8 天总共扩容超过 10 万台云主机，共涉及超百万核的计算资源投入；钉钉也在 2 月 3 日扩容 1 万台服务器后，在 2 月 4 日再度扩容 1 万台，根据极光的数据，钉钉 DAU 超过去年同期的 3 倍。

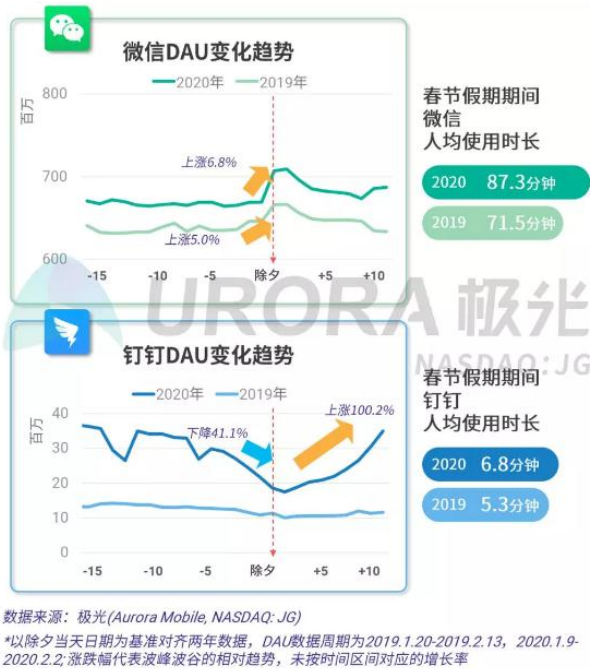
图 1：iOS 免费榜（疫情发生前）

数据来源：AppStore，安信证券研究中心

图 2：iOS 免费榜（疫情发生后）

数据来源：AppStore，安信证券研究中心

图 3：远程办公 APP DAU 增速明显



数据来源：极光，安信证券研究中心

企业与员工的远程办公习惯正在加速养成。新冠疫情爆发后，大量企业将远程办公日期进一步延长，大幅加速员工远程办公习惯的养成。同时，企业管理者将更容易接受云化概念，推动企业其他业务上云。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 4：新冠疫情爆发后，部分互联网企业复工时间

	在家办公时间	正式上班时间	备注
腾讯	2.10-2.14	2.17	外地返回员工需自行隔离14天后再到公司上班
阿里	2.3-2.14	2.17（暂定）	外地返回员工需自行隔离14天后再到公司上班
字节跳动	2.3-2.11	2.12	员工在工作地的，目前是2月12号开班，不在工作地的，公司不着急安排回公司。回到工作地要隔离14天才能到公司上班。
美团	2.3-2.14	2.17	疫情严重地区员工建议在家隔离14天
拼多多	无	2.10	外地返回员工需自行隔离14天后再到公司上班；"抗疫小组"等部分业务团队已于1月26日提前上岗
京东	2.3-2.14	2.17	外地员工已于2月3日前返京
百度	2.3-2.7	2.10	
华为	2.3-未知	2.3（深圳总部）	各地区不同，深圳总部按政策提前复工，严格按照规定控制进出办公室人员，少数人员现场办公；其他地区按当地政策调整
小米	2.3-2.14	2.17	
联想	2.3-2.7	2.10	北京总部复工后每人每天发放一个口罩
携程	2.3-未知	待定	个别部门少量人会根据工作需要去公司，外地返回员工需自行隔离14天后再到公司上班
脉脉	2.3-2.14	2.17（暂定）	
OPPO	无	待定	鼓励外地员工提前回到办公地点并至少自行隔离14天
vivo	2.3-2.7	2.10	外地返回员工需自行隔离14天后再到公司上班
网易	2.3-2.14	2.17	外地返回员工需自行隔离14天后再到公司上班
滴滴	2.3-2.14	2.17	外地返回员工需自行隔离14天后再到公司上班
快手	2.3-2.14	2.17	
B站	2.10-2.14	2.17	外地员工条件允许的情况下尽早回上海，隔离满14天后再到公司上班
斗鱼	2.3-2.14	2.17（暂定）	
贝壳找房	2.3-未知	待定	尚未通知复工时间

数据来源：全天候科技，安信证券研究中心

以金山办公为例，远程办公业务激增。金山办公支持横跨桌面端和移动端的多人协作、异地开会、实时语音通话、会议文档切换、在线评论等远程办公的关键功能，同时拥有云端存储，能够随时随地办公，而对 Office 文件良好的兼容特性使得其在远程办公领域难有敌手。据《每日经济新闻》采访，从金山办公旗下软件 WPS 的数据来看，大年初一开始在线文档处理的使用量就在激增，表现出与往年完全不同的趋势。大年初一 WPS 表单服务器扩容了 5 倍，2 月 3 日后，金山文档远程会议服务器扩了 3 倍，金山文档在线 Office 也扩了 1 倍的机器，金山办公自身的服务器资源储量已经耗尽，开始调用金山云的其他资源。据统计，金山办公用于人员统计表单使用量增长 15 倍，远程会议产品使用量增长 11 倍。

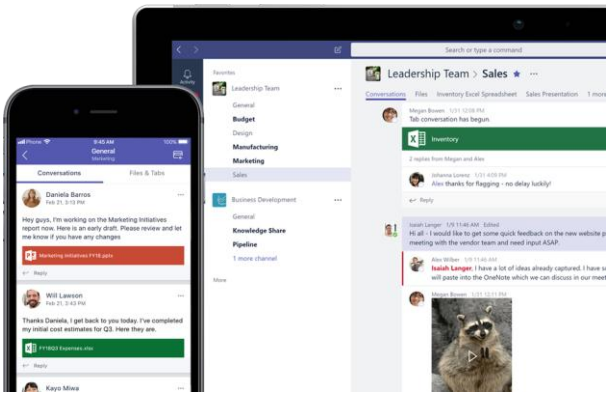
图 4：金山文档界面

数据来源：金山文档，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

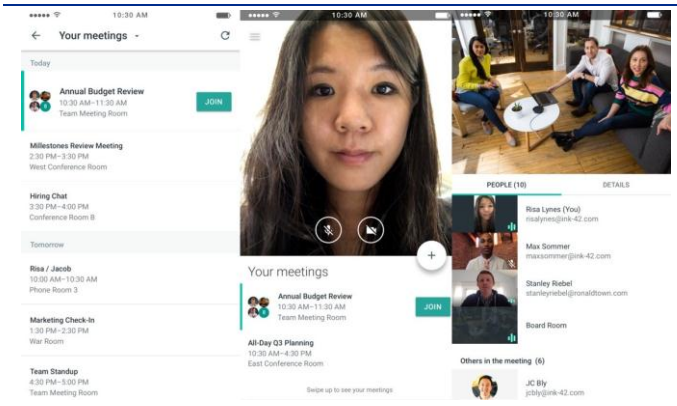
国外的情况类似。微软在最新一季财报中披露，其远程会议产品 Teams DAU 高达 7500 万，每日的会议参与者超过 2 亿，会议分钟数高达 41 亿分钟，其中 2/3 使用了诸如分享、协作、文件交互等功能。Teams 已经被超过 20 个拥有 10 万以上的员工的企业采用，包括 Continental AG，EY，Pfizer 和 SAP，其中，埃森哲的 Teams 用户超过 50 万人；谷歌也表示，公司推出的视频会议产品 Meet 被 Twitter、Shopify、Schnucks、Credem 等采用，每天有超过 1 亿的 Meet 会议参与者，Meet 的使用量相比于一月翻了 30 倍，每天新增的用户约 300 万人。

图 5：微软 Teams 界面



数据来源：微软，安信证券研究中心

图 6：谷歌 Meets 界面



数据来源：AppInsider，安信证券研究中心

1.2. 新冠疫情成为助推云计算发展的加速器

新冠疫情之前，大众对于云计算较为陌生。对于个人用户来说，其对 C 端产品的云属性并没有特别高的需求。这里的云属性有两个方面，一方面是编辑存储的云属性，一方面是交流的云属性。编辑存储的云属性是指将文件云端协同编辑、云端存储，而交流的云属性指的是通过云端而不是面对面的方式进行交流。新冠疫情之前，个人用户对于编辑存储的云属性并无特别要求，也更倾向于面对面通。对于企业用户来说，B 端软件的操作大多数是在企业的局域网内进行，因此 On-Premise（本地化部署）就可以满足企业的需求，企业缺乏动力将 On-Premise 的程序云化。

新冠疫情加速了云计算的用户习惯养成。不论是国内还是国外，本次疫情所需要的社交隔离（Social Distance）、在家工作（Work From Home）都导致了大家不得不接受云计算这种解决方案。对于个人用户来说，文件云端协同编辑能够解决版本冲突等问题，大大提高工作效率，而云端的交流方式（国内的腾讯会议、国外的 Zoom 等）则成了会议、教育等的唯一解决方案。我们注意到，Let's Zoom 已经成为了国外的一个新晋短语，意思是让我们通过 Zoom 进行视频交流。对于企业用户来说，严格的法令使得其员工无法到达办公地点接入局域网进而使用 On-Premise 的设备，VPN+虚拟桌面的远程登录方案固然可用，但操作繁琐且只能满足一小部分的需求，越来越多的管理层开始将眼光聚集在 SaaS 的解决方案上。我们认为，本次疫情加速了的云计算的市场培育，使得云计算的概念普及到了社会的每一个角落，并极大地提高了人们对于云计算的接受度。

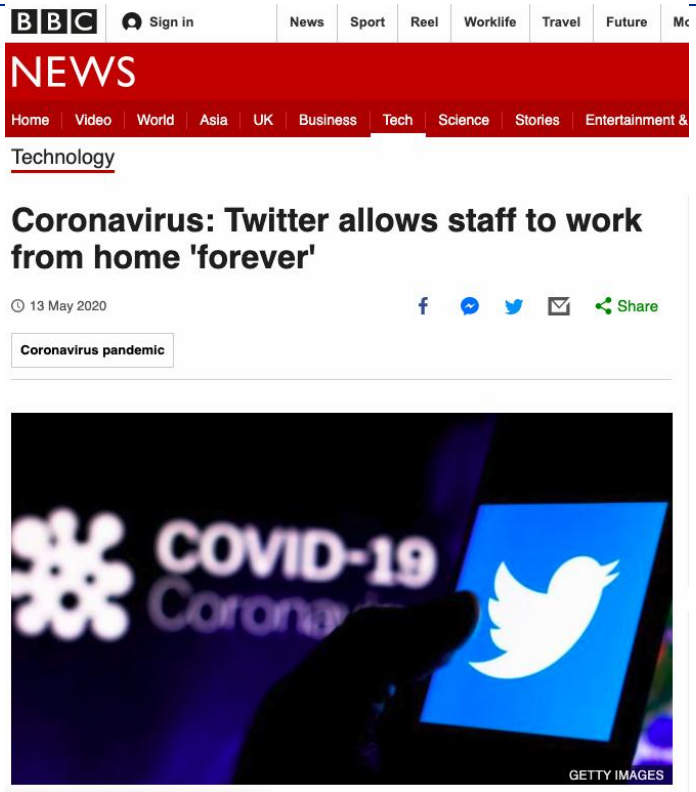
1.3. 部分消费支出向云计算转移

新冠疫情导致部分消费支出向云计算转移。我们认为，本次疫情将深刻重塑人们的消费倾向：由于疫苗和特效药尚未问世，新冠病毒在未来的一段时期内仍有可能死灰复燃。不仅如此，正如张文宏医生所言，"全球疫情取决于控制得最差的国家"，我们估计在未来一段时间内，国际商旅难以恢复到疫情之前的水平。同时，新冠对经济的冲击还将更进一步地改变个人和

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

企业的资金分配，我们注意到大量企业都在降薪裁员以节约成本度过难关，他们将大幅度削减差旅费用，并使用低成本的远程会议进行替代；他们也将抛弃昂贵的固定费用高昂的本地部署系统，转向灵活可变的云计算。Twitter 宣布允许雇员永久远程办公即是很好的例证。

图 7：Twitter 允许雇员永久远程办公



数据来源：BBC，安信证券研究中心

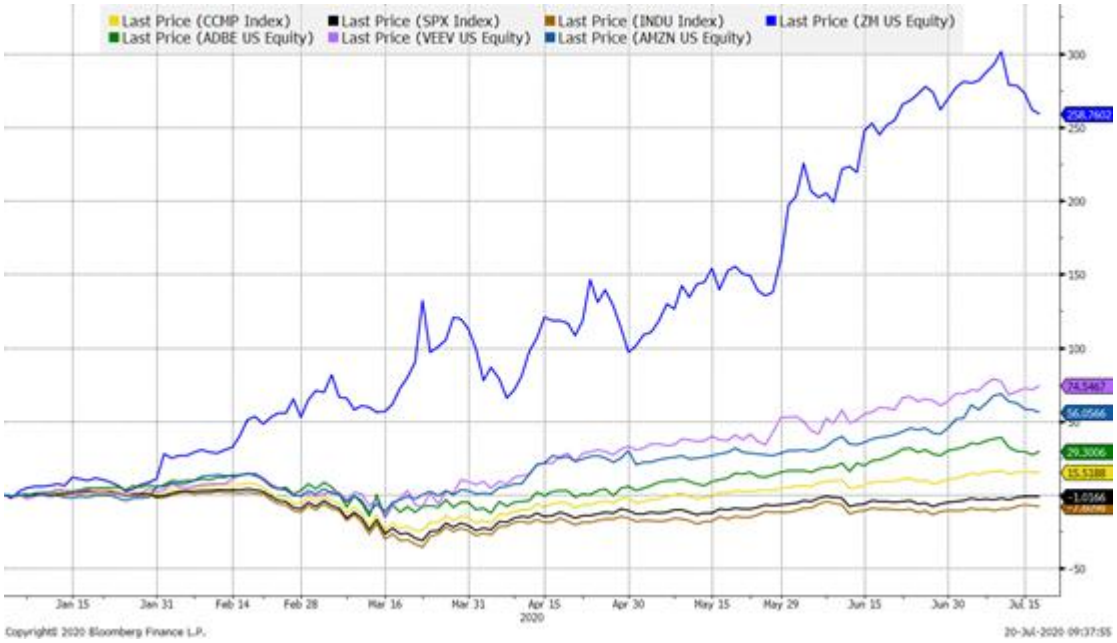
2. SaaS 在成熟市场一骑绝尘

2.1. 从市场表现看，SaaS 公司收益亮眼

从市场表现看，SaaS 股票在大盘下跌时反映出抗跌性，在大盘上涨时反映出高弹性。我们统计了 Zoom Video Communication（视频会议 SaaS）、Adobe（设计 SaaS）、Veeva（医疗行业 SaaS）、Amazon（IaaS+电商 SaaS）以及美国三大股指纳斯达克、SP500、道琼斯在疫情高峰期的走势，不难发现，在 2 月底至 3 月下旬的那轮凶猛下跌中，SaaS 股票相比于股指，展现出了极强的抗跌性，而在三月底至今的反弹行情中，SaaS 股票相比于股指，则展现出了较强的弹性。从年初至今收益来看，我们追踪的约 70 只美国 SaaS 股票 YTD 收益中位数为 38%，显著高于市场平均水平。

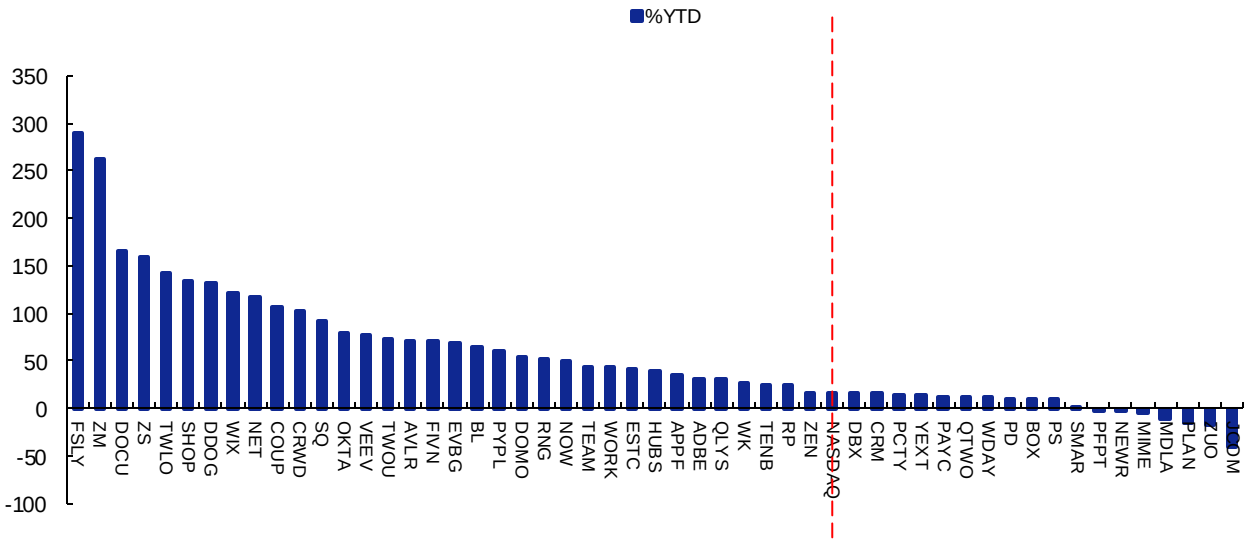
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 8：美国 SaaS 股票与大盘走势对比



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 9：美国 SaaS 股票年初至今收益情况

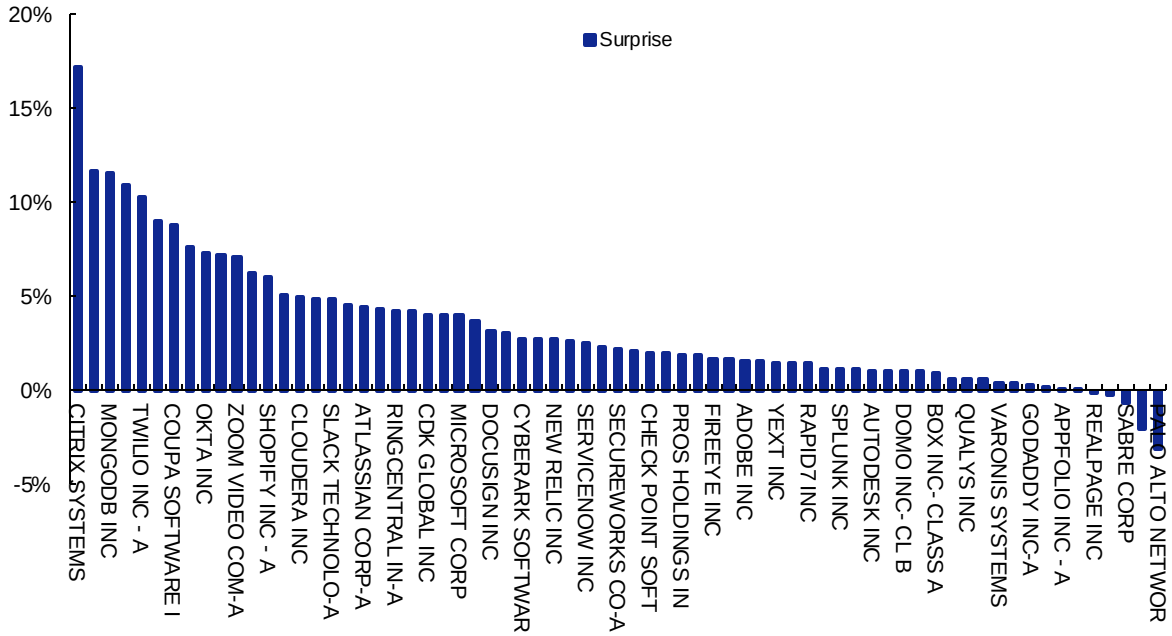


数据来源：安信证券研究中心

2.2. 绝大多数 SaaS 公司的业绩持续超预期

从业绩表现看，绝大多数 SaaS 公司的业绩超过了市场预期。我们提取了美股 SaaS 公司最近一个季度的收入情况，并与市场预期进行比较（部分公司财报日期与日历日期不一致）。我们发现，绝大部分的 SaaS 公司的收入都超过市场预期，超预期最多的是远程桌面相关的 Citrix Systems，超预期比例为 17.23%，最低于预期的是 Palo Alto Networks，比例仅为 -3.18%。全样本来看，超预期比例的中位数为 2.15%。我们认为，这显示出了 SaaS 的商业模式极为强大，**即使美股 SaaS 公司长牛数年，市场也没有充分认识到 SaaS 在面对危机时的潜力。同时，这也说明了 SaaS 公司收入的稳定性极强。**

图 10：美股 SaaS 公司收入超预期情况

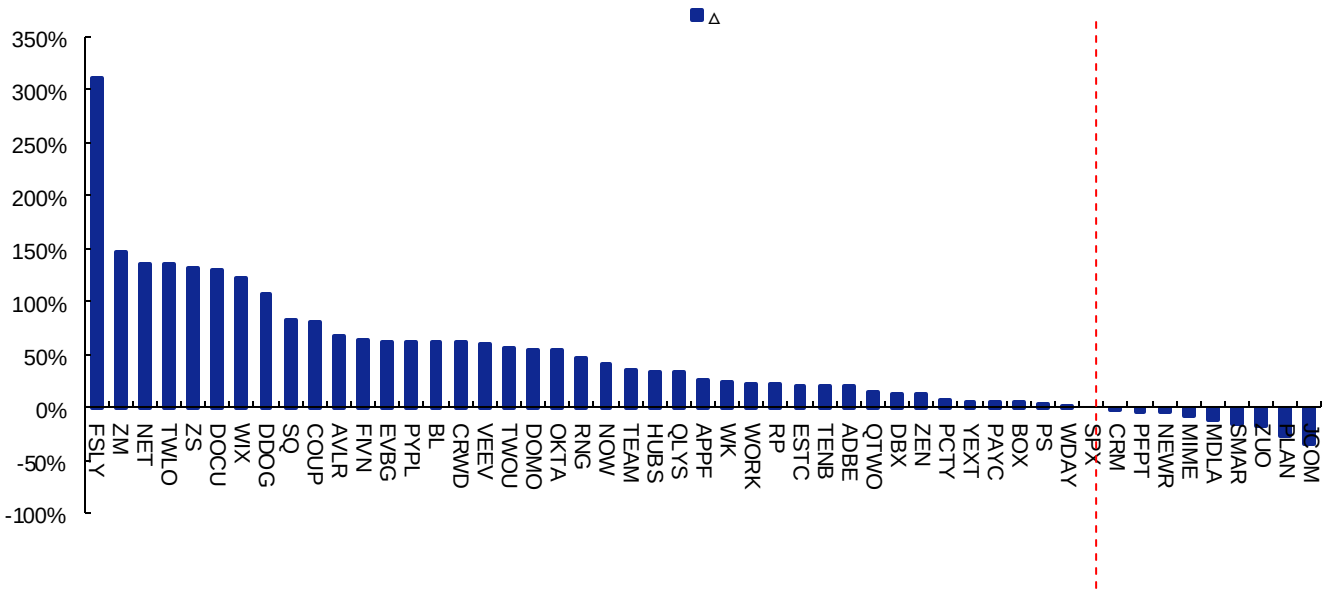


数据来源：安信证券研究中心

2.3. SaaS 公司的估值溢价持续提升

从 EV/S 指标来看，云计算公司相比于指数的估值溢价已经超过疫情前的水平。为了剥离大盘的影响，我们采用基于彭博一致预期的后向 12 个月的 EV/S（TTM）作为云计算公司的估值指标，取得 01/02 及 07/16 每个股票的 EV/S，并与同期的 SP500 EV/S 进行对比，得到该股票的 EV/S 相对于 SP500 EV/S 的溢价，之后对比不同日期的溢价（07/16 估值溢价除以 01/02 估值溢价）。我们发现，**约 9 成的云计算公司的估值溢价有提升（超过 0 就是有提升），这意味着市场正在给予云计算公司更高的估值。**

图 11：SaaS 公司相比于指数估值溢价提升情况



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

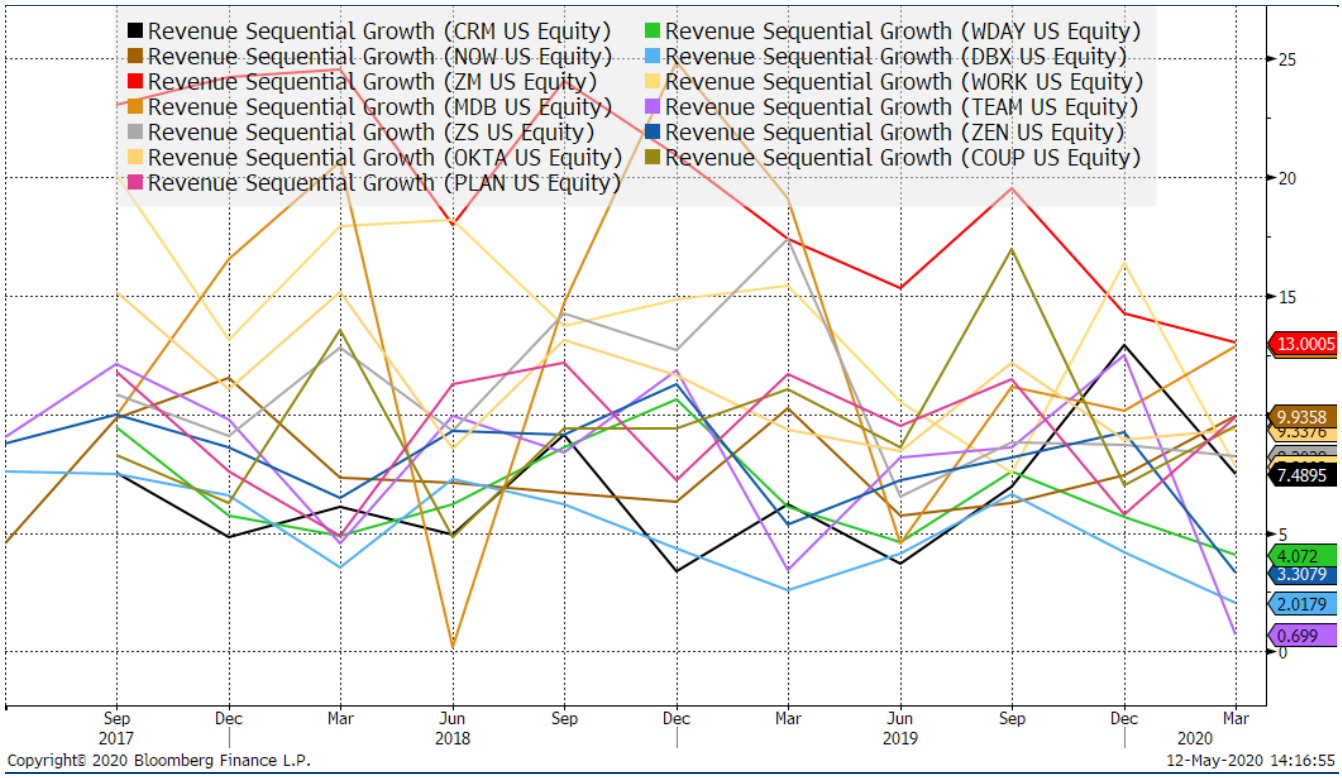
3. SaaS 是计算机中的消费股

3.1. SaaS 企业和消费类企业拥有众多的相似点

两者用户粘性都很强。我们认为，优秀消费品牌的用户粘性很强，忠诚度很高，例如，喝惯了茅台的用户不习惯别的白酒。因此，优秀消费品牌拥有很宽的护城河。优质 SaaS 公司的用户粘性也很强。SaaS 随时随地接入网络获取信息进行处理的特性极易养成用户习惯及需求，同时 SaaS 生态能够大量沉淀重要数据，形成正循环。当 SaaS 在组织内部完成扩散，替换成本变得十分高昂，例如，当一个公司的内部报表是基于 Splunk，并创建了大量的统计模板之后，用新的供应商进行替代意味着原有统计模板的重新开发。

两者收入可复现程度都很高。我们认为，消费之所以备受机构特别是外资的青睐，收入的可复现（Recurring）是一个非常重要的因素。收入的可复现指的是当前的收入中很大的一部分在未来有很大的概率重现，带来较高的收入能见度，并最终导致较高的稳定性，从而降低风险溢价，提升公司的估值水平。对于消费公司来说，在人口、经济、社会不发生大的变化的情况下，其需求是稳定的，而渠道、品牌等所造就的竞争壁垒使得其收入可复现，收入的增长也较为稳定。SaaS 公司的收入可复现程度也很高。一般来说，SaaS 公司需要前期高昂的 SG&A 投入进行研发、搭建架构、培养市场，而这些 SG&A 依靠一两年的年费是无法收回的，需要多年的年费才能弥补，这就倒逼 SaaS 公司极为注重收入的可复现，这也是 SaaS 公司特别是转云公司一个非常重要的财务指标，例如，Adobe 以及 Autodesk 都会公布其年化可复现性收入 ARR（Annualized Recurring Revenue）的情况，而他们 ARR 的波动也会极大地影响他们的市值。与项目型公司和软件授权公司相比，SaaS 公司的收入波动较小，可复现程度较高。

图 12：美股 SaaS 公司收入 QoQ 增速大于 0



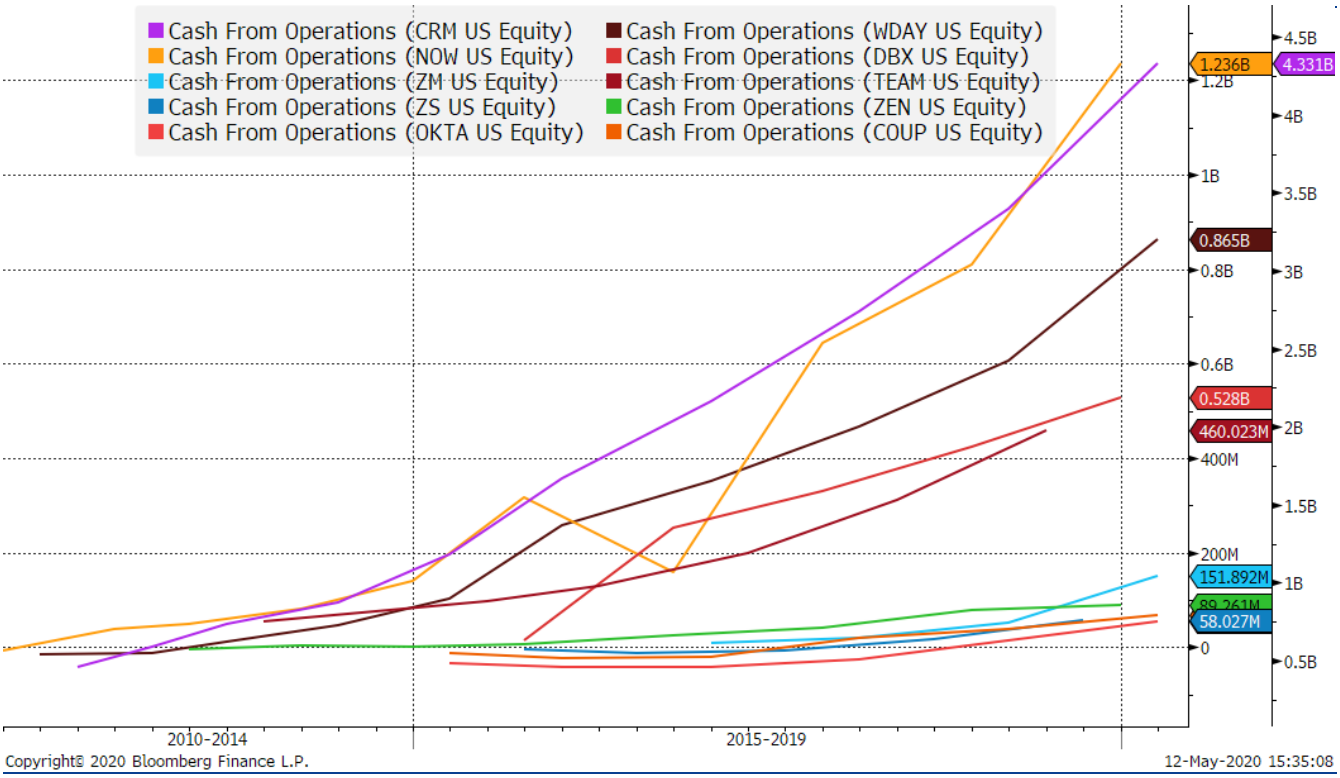
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

两者都拥有充沛的经营性现金流。消费公司的经营性现金流十分充沛，并且呈现出逐年增长的趋势。我们认为，导致消费公司经营性现金流充沛有多种因素，但较高的毛利率、应付账

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

款周转天数>应收账款周转天数是两个很重要的原因。较低的毛利率无法弥补当期支出的 SG&A，而应付账款周转天数>应收账款周转天数使得企业可以从运营中获取营运资金，进而降低对资金的需求。SaaS 公司同样拥有充沛的经营性现金流。对于 SaaS 公司而言，其商业模式是先收到现金，再逐步从递延收入中确认收入。这在大大增强 SaaS 公司收入能见度的同时，还给 SaaS 公司带来了充沛的现金流。在某种程度上来说，SaaS 公司的应付账款周转天数>>应收账款周转天数，从而使得 SaaS 公司较少需要考虑账期、回款、坏账等项目型公司所头疼的问题。不仅如此，SaaS 公司标准化的产品使得其毛利率较高，也对经营性现金流有着正向的贡献。

图 13：美股 SaaS 公司经营性现金流情况

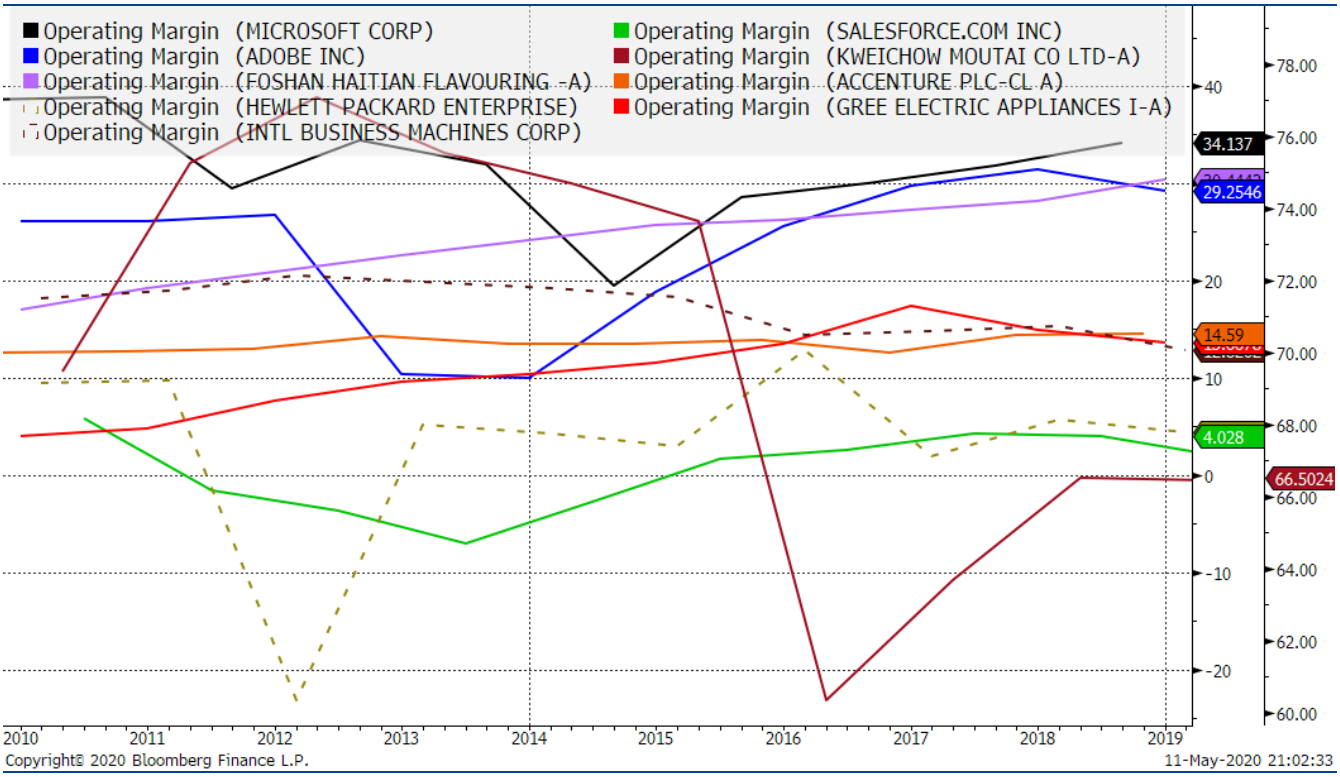


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

两者长期来看都存在财务指标边际改善的逻辑。我们注意到，消费公司的运营利润率等指标在长期来看是逐渐上升的，这与规模效应、品牌等诸多因素有关。SaaS 公司也存在同样的情况。随着 SaaS 公司的成长，之前昂贵的研发、销售费用带来了源源不断的收入，由于软件可以复用，使得公司的运营利润率不断提升。从成熟市场的经验看，SaaS 公司的运营利润率是逐渐上升的，而传统的软硬件服务公司其运营利润率没有显著提升，例如下图的 IBM 及 HPE，其运营利润率是平缓的。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

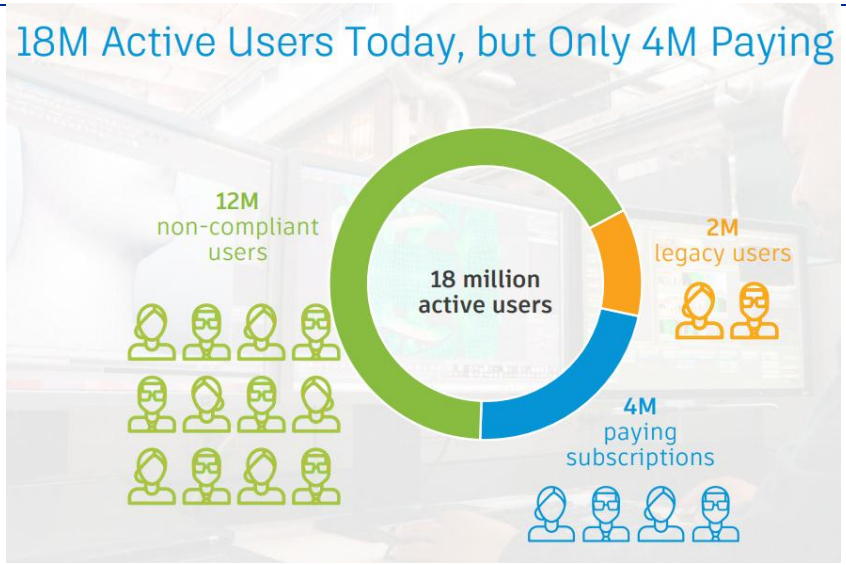
图 14：SaaS 与消费龙头都存在财务指标边际改善



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

两者都可以按照用户量*渗透率*人均单价的公式进行分析。对于消费股，市场经常采用用户量*渗透率*人均单价进行分析，在对不同用户群、不同渗透率、不同单价假设的基础上计算出公司的收入规模，从而为整个估值体系提供了一个坚实的基础，同时这些指标也拥有较好的追踪性。对于 SaaS 公司而言，用户量*渗透率*人均单价的公式也是适用的。SaaS 的模式要求公司对其目标客户有着精准的判断，所以公司的用户量是可以估算的；同时 SaaS 模式联网的特性也给公司提供了实时的使用量的数据，而人均单价也可以较为容易地计算出来，因此 SaaS 公司同样可以依靠用户量*渗透率*人均单价这个公式进行分析，并据此做到估值的有理有据，也说明两者的底层商业逻辑其实是共通的。

图 15：Autodesk 对其客户组成有着明确的认知



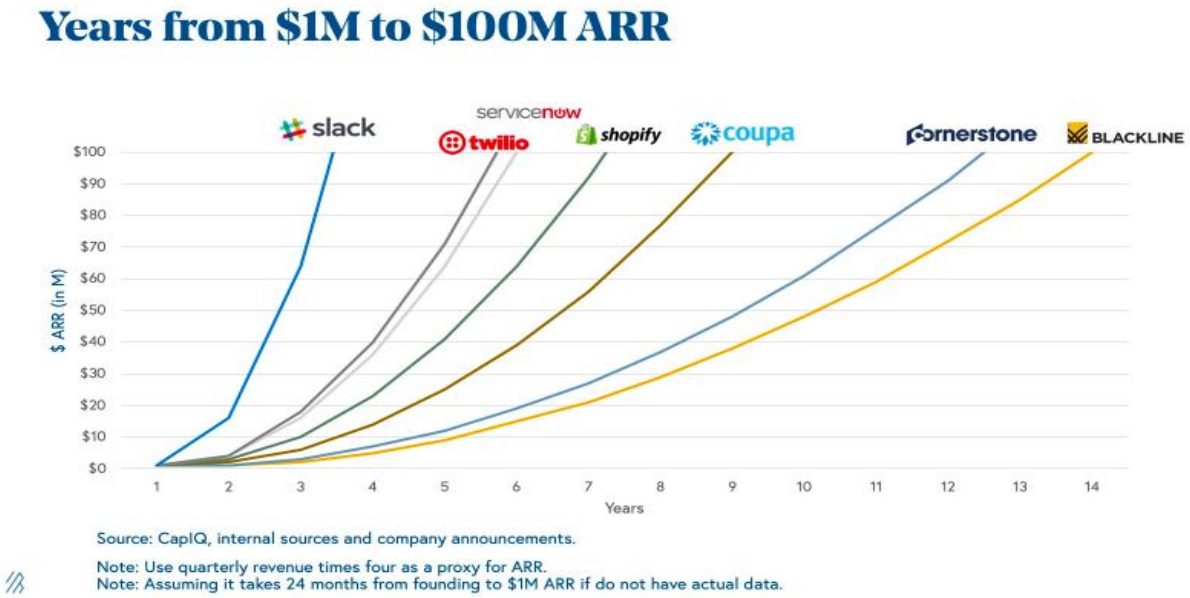
资料来源：Autodesk，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3.2. 国内 SaaS 企业财务指标出现拐点，未来有望更上一层楼

国内 SaaS 公司的关键指标在持续改善。SaaS 公司的关键指标决定其估值水平。美股对 SaaS 公司估值的方差极大，有个位数 P/S 的 Salesforce，10x 以上 P/S 的 Adobe，20x 以上 P/S 的 Veeva，乃至 40x 以上 P/S 的 Zoom 等。正如我们之前多篇报告中提到的，美股对于 SaaS 公司会关注诸如 Annualized Recurring Revenue(ARR)、Monthly Recurring Revenue（MRR）、Churn Rate、Deferred Revenue、Revenue Growth%、Free Cash Flow、Operating Cash Flow、Profit Margin 等指标。例如对于 Adobe 来说，ARR 就是它的关键指标，其股价对 ARR 的敏感性甚至高于对净利润的敏感性。而对于 Autodesk 来说，FCF 是它的关键指标。当公司的 FCF 在管理层承诺的发展轨道上时，即使收入和净利润出现波动，公司的股价仍然表现良好。由于 ARR、MRR、Churn 等指标属于公司自愿性披露范畴，各家公司的计算方法也有不同，并且 A 股尚无足够数量公司披露，因此我们选择美股和 A 股公司财务报表中强制披露的收入、预收账款、经营性净现金流、净利润等来观测 SaaS 公司的发展情况。

图 16：部分公司到达 1 亿美元 ARR 所花费的时间



数据来源：CapitalIQ，Bessemer，安信证券研究中心

我们以典型上市公司为例，对比了 Adobe、Autodesk、Oracle、Microsoft v.s.广联达、用友网络、金蝶国际、金山办公、石基信息的情况，方法为按照上市地点将各项公司的数据加总作为样本，数据追溯 4 年，并进行了一定的日历年度调整。我国 SaaS 的发展水平低于美国若干年，为了更好地进行比较，我们将海外公司 2010-2014 年的数据与我国公司 2015-2019 的数据进行对比。

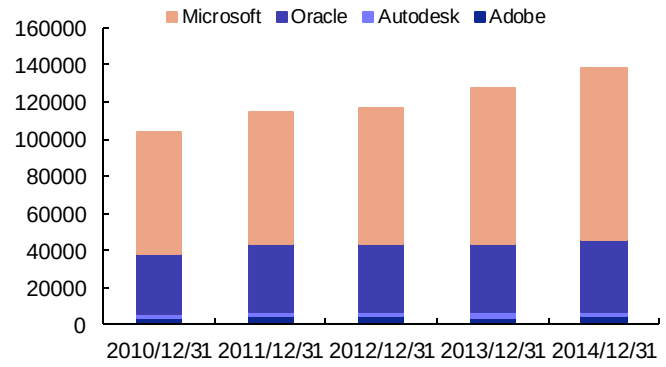
海外来看：

- 收入从 2010 年的 1044 亿增加到 2014 年的 1389 亿，CAGR=7%；
- 预收账款从 2010 年的 217 亿增加到 2014 年的 345 亿，CAGR=12%；
- 经营性净现金流从 2010 年的 360 亿增加到 2014 年的 495 亿，CAGR=6%；
- 净利润从 2010 年的 283 亿增加到 2014 年的 584 亿，CAGR=0.1%。

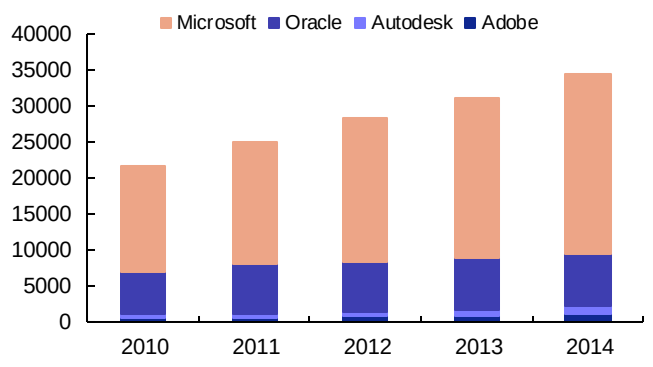
图 17：海外部分云公司收入情况（百万美元）

图 18：海外部分云公司预收情况（百万美元）

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

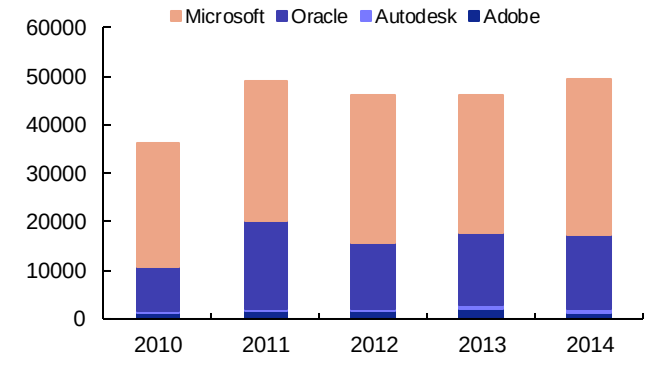


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心



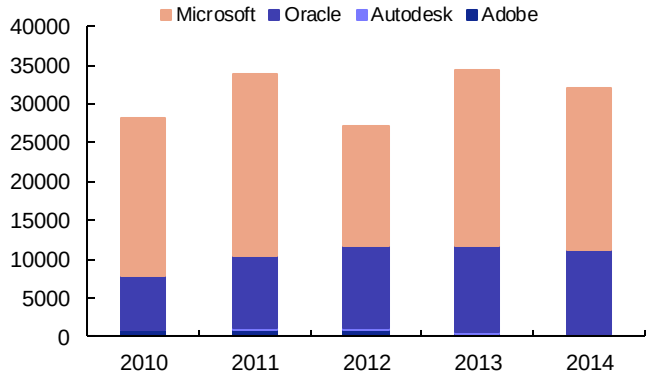
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 19：海外部分云公司经营性现金流情况（百万美元）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 20：海外部分云公司净利润情况（百万美元）

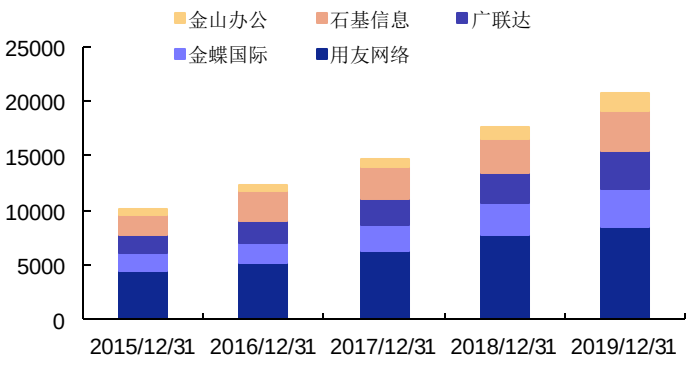


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

国内来看：

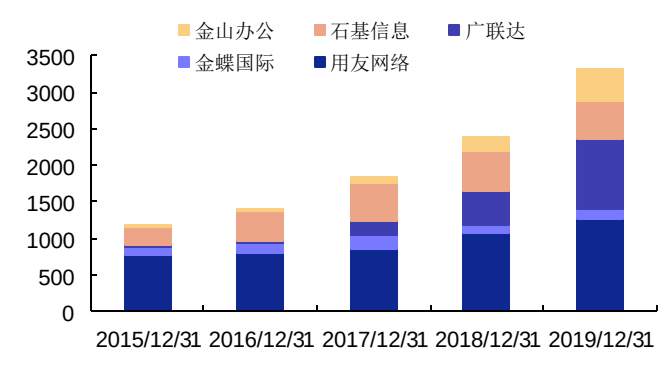
- 收入从 2015 年的 100 亿增加到 2019 年的 207 亿，CAGR=20%；
- 预收账款从 2015 年的 12 亿增加到 2019 年的 33 亿，CAGR=30%，符合海外云公司的规律；
- 经营性净现金流从 2015 年的 17 亿增加到 2019 年的 43 亿，CAGR=26%，符合海外云公司的规律；
- 净利润从 2015 年的 9 亿增加到 2019 年的 26 亿，CAGR=31%，不难发现净利率也有了显著提升。

图 21：国内部分云公司收入规模（百万元人民币）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

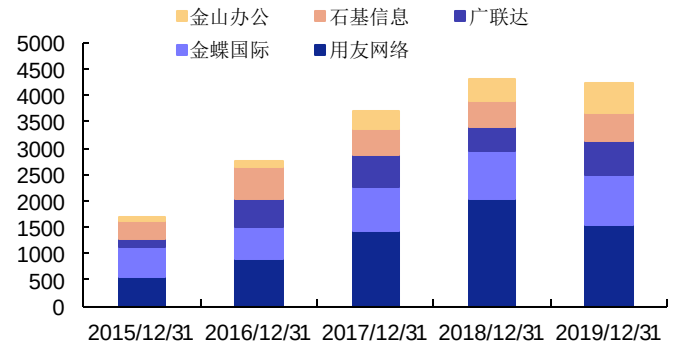
图 22：国内部分云公司预收规模（百万元人民币）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

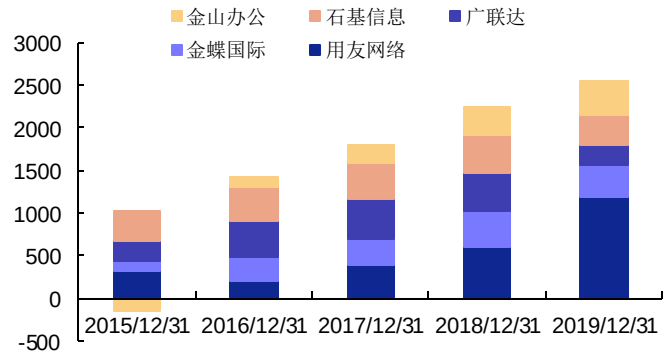
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 23：国内部分云公司经营性现金流规模（百万元人民币）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 24：国内部分云公司归母净利润规模（百万元人民币）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

我国的 SaaS 公司尚在发展初期，前途不可限量。不难发现，我国 SaaS 公司的增长指标十分优秀，重要指标增速比美国相关公司高一倍以上，特别是净利润增速远高于美国公司早期的水平，表明我国 SaaS 公司正处在蓬勃发展的初期。我们认为，我国作为世界上排名第二的经济体，SaaS 产业孕育着巨大的潜能。正如我们在此前周观点《“宅经济”变为“云经济”》中提到的，本次疫情是国内 SaaS 产业发展的重大拐点，未来国内 SaaS 产业将加速发展！

4. 投资建议

我们认为，SaaS 就是计算机中的消费股，持续推荐国内 SaaS 龙头企业：

4.1. 金山办公：稀缺产品型标的，云上有金山

公司是 A 股为数不多的能与国外巨头正面竞争的软件公司。公司核心产品 WPS 经过近 30 年的研发积累，达到了国际先进水平，目前市占率排在世界第三位。WPS 将 Office 的强大功能与国内本地化良好结合，拥有强大的竞争力。公司针对不同市场采用不同的收入策略，在 B 端有订阅、授权两种模式，在 C 端采用符合国情的 Freemium 模式，切中用户痛点，MAU 和转化率不断提升。

对标微软 Office，公司发展空间巨大。微软 Office 全球年收入超过 2000 亿人民币，WPS 2019 年收入不到其 1%，这说明公司的发展空间极大。公司 Freemium 的商业模式可以有力的侵蚀微软 Office 庞大的盗版市场，并通过付费点进行变现。同时，随着公司 WPS 产品的不断完善、新功能点（如 PDF 转换、人工智能识别等）的不断加入，以及公司正在进行的积极的海外拓展战略，还有国内坚定推进的信创产业，我们看好公司的未来发展。

基于云的商业模式不惧疫情冲击。公司 WPS 产品云化的方式完美契合远程办公需求。根据《每日经济新闻》采访，大年初一 WPS 表单服务器扩容了 5 倍，2 月 3 日后，金山文档远程会议服务器扩容了 3 倍，金山文档在线 Office 服务器也扩容了 1 倍。疫情期间，金山文档在线编辑日活增长约 6.5 倍，表单日活增长约 27 倍，而会议日活增长高达 177 倍。我们认为，新冠疫情使得越来越多的人形成了远程办公的习惯，越来越多的企业主意识到了远程办公的重要性，将显著加速公司产品的推广和应用。

投资建议：公司是 A 股极为稀缺的可以与国外巨头正面交锋的软件企业，也是 A 股罕见的不惧疫情冲击的企业。预计 2020-2021 年 EPS 分别为 1.53 元、2.06 元，维持“买入-A”评级。

风险提示：产品单一化风险，公司业务发展不及预期。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4.2. 广联达：造价云转型高歌猛进，施工“平台+组件”业态渐入佳境

造价云转型持续高歌猛进成效显著。造价业务2019年实现营收24.52亿元，同比增长19.17%，还原预收后的造价收入为29.31亿元，同口径同比增长25.15%。其中云收入9.21亿元，同比增长148.84%；签署云合同金额14亿元，同比增长113.82%；期末云预收余额8.94亿元，较年初增长115.62%。2019年前已转型的11个地区，云计价与云算量产品的综合转化率及续费率均超80%，年内新增的10个转型地区提前了转型节奏，云计价及云算量产品全年的综合转化率均超50%，转型效果显著。

数字施工“平台+组件”新形态得到了市场的广泛认可。施工业务全年实现营业收入8.53亿元，同比增长29.58%。公司进一步融合原BIM与智慧工地相关产品，发布针对项目的数字项目管理（BIM+智慧工地）平台，在该平台基础上结合应用组件，实现“平台+组件”的业务形态，为项目管理提供可以快速规模化的综合解决方案。在数字施工业务企业级、项目级、岗位级三大类产品中，基于数字项目管理平台的项目级产品营业收入占比过半，“平台+组件”项目级产品的推广取得了阶段性的成果。项目级产品全年新增企业客户超过1100家，其中特、一级企业逾990家。新增项目超过3200个，其中特、一级企业项目逾2900个。

投资建议：市场维度上，从造价走向十倍空间的工程施工，产品形态上，由传统套装软件步入“云端”，是我们坚定看好公司的核心逻辑。预计2020-2021年EPS分别为0.44元和0.77元，维持“买入-A”评级。

风险提示：转云进度不及预期。

4.3. 用友网络：软件国产化+转云带来新增市场空间

用友的云计算产品全面卡位主要SaaS领域，有望充分受益。与海外Saas公司比较，公司的产品线基本卡位完善：U8 Cloud以及NC Cloud对标ERP云产品线；营销云对标CRM云产品线；友人才薪福社对标HRM云；友空间对应协同云。每一个领域都产生了SAP、Salesforce、Workday、Slack等世界级巨头，从市场空间高达千亿美元。

软件国产化有望带来新增市场空间。用友国内ERP地位保持第一，ERP替代具备良好基础。赛迪顾问《2017-2018年中国企业级应用软件市场研究年度报告》显示，公司在企业级应用软件市场领域持续领跑，以51.32亿元人民币的营收，占据14%的市场份额，稳居第一。在国内ERP市场，公司的ERP软件营收达到43亿元人民币，市场占有率28.9%，市场份额超过第二名、第三名总和；在国内财务管理软件市场，公司份额占比近四分之一，达到24.6%；在国内CRM软件市场和企业资产管理软件市场，公司的市占率分别10.9%和12.8%，均位居第一。国内领先的地位为软件国产化打下了坚实的基础。

展望2020年，首次提出“云优先”原则。2016年三季度，公司首次提出3.0战略，聚焦“软件、云服务、金融”三大核心业务，以“普及企业互联网化”为使命。经过三年多的夯实发展，公司进入到用友3.0-II战略发展阶段，在用友3.0-I的基础上，继续深化公司的战略转型，升维并加速云服务业务。

投资建议：经过三年的云收入翻倍增长，公司已经成为A股云业务收入最高的SaaS企业，成为中国云计算赛道的核心标的。预计20-21年的EPS分别为0.27、0.33元，维持买入-A评级。

风险提示：疫情因素导致企业IT支出下降；云业务发展不及预期；行业竞争加剧。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4.4. 恒生电子：全面推进金融云，市场开放带来可期增量

金融科技龙头，客户资源形成长期转化优势。公司 IT 系统在各类金融机构均具有领先的市占率，在集中交易系统、投资管理系统等方面更是拥有难以撼动的市场龙头地位。近年来公司大力发展以金融云为基础的中台战略。同时，随着资管新规、科创板以及金融市场开放等政策预期的持续落地，公司有望借助客户积累优势以及产品技术能力进一步打开业务空间，实现业绩的快速增长。

厚积薄发，全面推进金融云等技术升级。近年来形成技术中台、数据中台、业务中台三中台规划及相应产品组织调整，明确了多个平台型产品及其架构升级目标。2019 年 5 月，公司联合蚂蚁金服、阿里云共同发 布了新一代分布式服务开发平台 JRES3.0 powered by ant，聚力三方能力，更好地推进数字金融发展。除此之外，公司成立云基础发展部为金融行业云及金融机构私有云建设、运营提供解决方案，围绕金融云的发展规划更为清晰。

科创板项目带来业务增量，金融市场开放可期。去年以来金融新政频发并持续落地，资管新规、券商托管结算、沪伦通、科创板等所带来的系统建设需求成为公司全年业绩增长的重要因素。其中，科创板作为今年国家在资本市场重点推行的交易板块，全新的交易规则催生了上交所、公募保险机构、证券公司对于现有 IT 系统的大量更新需求，从而为公司业务带来可观增量。除此之外，伴随着国家进一步开放国内金融市场，未来更多外资机构的入驻将催生大量 IT 建设需求，公司作为国内金融科技龙头将显著受益。

投资建议：公司长期技术为本，传统业务稳步增长，卡位优势明显；创新业务多点布局，已初具规模。2019 年公司受益于资本市场复苏、政策落地以及金融市场开放三大发展机会，业绩实现持续快速增长。预计 2020、2021 年 EPS 至 1.47 元、1.81 元，维持买入-A 评级。

风险提示：创新业务发展不及预期；制度改革进度不及预期；

4.5. 石基信息：全面布局海外+云化战略，成果持续显现

国内酒店信息系统龙头厂商。公司主要从事酒店、餐饮和零售领域的信息管理系统软件开发与销售，是国内最主要的酒店信息管理系统整体解决方案提供商之一。公司最主要的传统业务为酒店信息管理，占整体业务的 34.28%。在传统业务稳定发展的基础上，公司设立多家子公司积极推进产品向云化和国际化发展，目前已取得良好进展。

全球酒店 IT 市场潜力巨大，云化业务是必然举措。酒店信息化进入了协同化阶段，酒店云业务成为未来发展方向。2018 年全球酒店 IT 系统投入达到 326 亿美元，预计未来十年 PMS 市场规模将突破百亿美元。在未来，云化的酒店业务将进一步实现酒店各部门协同运作，保障数据安全，提高酒店管理效率。酒店业务向云化发展是必然趋势，尤其是大型酒店集团采用云平台对下属酒店进行统一部署的可能性则更高。目前来看，全球主要酒店信息系统供应商的云产品基本处于同一起跑线上，而公司拥有庞大的客户群，并且主要以集团客户为主，有助于在云 PMS 行业获得先发优势。

持续推进海外+云化战略，成果初显。近年来公司持续推进国际化和云化战略落地，加大在海外的研发、销售、投融资等投入，在美国、欧洲、中东、日本及亚太地区共计超过 20 个核心城市已开设了石基的办公室并正式开展业务，基本完成了石基的全球化研发、销售和服务网络的建设；继新一代云平台 POS 系统获得超过十家知名酒店集团认可并不断拓展上线之后，新一代云平台架构的企业级酒店管理平台的研发和测试已经取得实质性进展并开始正式上线。公司海外业务收入在 2019 年上半年实现 79.78%的高速增长，SAAS 业务实现 MRR

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1,981.09 万元人民币，相比2018 年 6 月 MRR 905.43 万元增长118.8%，海外+云化战略成果初显。

投资建议：公司以酒店信息系统云化以及业务国际化为当前主要方向，加速自身业务模式转型升级。除此之外，公司积极拓展新零售领域，在加深自身产品在餐饮零售垂直领域渗透的同时，与阿里强强联手实现产品和渠道的互补。我们预计 20—21 年 EPS 分别为 0.35、0.44 元，“买入-A”投资评级。

风险提示：云 PMS 等新业务推进不及预期风险；与互联网企业合作进展存在不确定性风险。

4.6. 金蝶国际：转型领先的云计算企业

转型领先的云计算企业。公司在传统 ERP 市场一直处于第一阵列。根据 IDC 的数据，在成长型企业应用软件市场连续 13 年占有率第一。2011 年公司开启向云服务转型战略，目前公司在企业级 Saas 云服务市场占有率第一。公司的云计算产品主要有面向中大型企业的金蝶云（K3 Cloud）、面向小微企业的精斗云、面向电商企业的管易云以及最新推出的面向超大型企业的云苍穹产品。

公司云业务持续高速发展，目标在 2020 年实现 60%的云收入。从 2015 年至今，公司的云收入已经从 2015 年的 1.91 亿元增长为 2019 年的 13.14 亿元，占营业收入的比重从 12.04%提升到 30.24%，除了云业务的主力产品金蝶云星空，2018 年公司新发布金蝶云苍穹。在 2020 年，公司目标营收中中云业务占比 60%。

疫情有助于企业上云，公司表现值得期待。2020 年一季度的新冠病毒影响一定程度催生了企业的远程办公需求，远程办公需要企业的云化系统配合，从而间接地加速企业上云。软件国产化也在持续推进中，公司的云服务新产品有望取得良好表现。

投资建议：预计 20-21 年的 EPS 分别为 0.13 元、0.15 元。维持“买入-A”评级。

风险提示：云计算发展不及预期；企业对 IT 的支出不及预期。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、黄净、徐文杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： **深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层**

邮　编： 518026

上海市

地　址： **上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层**

邮　编： 200080

北京市

地　址： **北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。